

汽车设计龙头，战略布局新能源

2016年5月20日

投资要点

- ❖ **汽车设计行业龙头，战略布局新能源汽车产业链及汽车改装业务。**公司传统业务包括整车设计、样展车试制、新能源汽车设计、动力系统开发，其中整车设计收入占比约 69%，下游客户包括北汽、一汽、东风等 50 多家主流大型整车厂商。同时，公司拟募集资金战略布局新能源汽车 PHEV 产业化和高端定制改装业务，有望从传统汽车设计商转型升级为构建产业链的汽车生态公司。2015 年，公司收入 3.8 亿元 (+21.6%)，净利润 4797 万元 (+215%)。
- ❖ **新能源汽车行业处于快速普及期，预计插电式混合动力是当前有效的普及路径之一。**新能源汽车产业是国家保增长、调结构的重点发展产业，2015 年新能源汽车销量为 33.1 万辆，同比增长 3.4 倍，预计 2016/20 年销量或达 60/160 万辆。我们认为，目前纯电动汽车的续航里程、充电设施的便利性是消费者购买纯电动汽车的主要痛点，插电式混合动力在现阶段能够较好地均衡续航里程、充电便利性的问题。伴随全国逐步统一标准和目录，预计插电式混合动力销量占比有望达到 50% 以上。
- ❖ **公司具有丰富的新能源汽车设计经验，募投 PHEV 项目加码新能源布局。**公司先后斩获来自智车优行、蔚来汽车、新大洋等在内的多个重量级客户订单，截至 2015 年上半年，未确认收入的规模以上（金额大于 100 万元）的合同金额超 3 亿元。公司具有较为丰富的新能源汽车核心零部件研发、生产经验，先后合资成立专业电控部门、卡耐新能源、凯达汽车电机布局电控、电池、电机业务。公司募投资金将主要用于插电式混合动力系统产业化项目，进一步加码新能源汽车产业链布局。公司有望掌握新能源汽车关键动力总成技术，打开新的成长空间。
- ❖ **公司积极开拓高端定制与改装业务，分享行业快速增长。**据中汽协预测，汽车改装市场将保持年均 22.4% 的快速增长率，2020 年市场规模将超过 2500 亿元。公司将改装业务定位于三大模块：主机厂定制、经销商定制、私人订制。2014 年，公司在宜兴成立改装基地，从事原厂车型改装、4S 店和平行车进口改装、私人高端定制，同时，公司有望与北汽等主机厂展开合作，拓展前装改装市场。伴随着下游客户和改装业务的不断扩张，有望成为公司新的利润增长点。
- ❖ **风险因素。**汽车行业景气度下行侵蚀公司利润；新能源汽车技术路线存在不确定性；募投项目不达预期。
- ❖ **估值比较。**目前国内以汽车设计为主营业务的上市公司较少，我们选取设计服务行业的龙创设计、长城华冠、苏交科、设计股份、上海佳豪、中衡设计、山鼎设计等上市公司作为可比公司。我们以 2016 年 5 月 18 日收盘价为参考，可比公司平均市值 55.5 亿元，2014/2015 PS 为 11.7/10.4X；2014/2015 PE 为 73.2 /51.5X。2014/2015 年收入 3.1/3.8 亿元，2014/2015 年净利润 1522/4797 万元。公司目前市值 14.9 亿元，当前股价 7.49 元，对应 2015 年 31 倍 PE。

公司简称	市值 (亿元)	15 年收入 (百万元)	15 年净利润 (百万元)	14PS	15PS	14PE	15PE
龙创设计	6.7	96.86	9.84	5.8	5.1	46	30
长城华冠	20.1	56.99	-21.75	45.0	35.3	-	-93
苏交科	108.1	2,562.57	310.63	5.0	4.2	43	35
设计股份	54.0	1,397.29	160.27	4.3	3.9	33	34
上海佳豪	77.0	1,196.84	55.54	9.1	6.4	168	139
中衡设计	40.4	636.18	67.68	7.5	6.3	44	60
山鼎设计	28.6	185.47	26.80	14.2	15.4	112	107

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2016 年 5 月 19 日收盘价



中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S1010510120019

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

执业证书编号：S1010510120041

刘凯

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

执业证书编号：S1010516050001

崔宇硕

电话：010-60836750

邮件：cuiyushuo@citics.com

执业证书编号：S1010516050002

主要数据

公司成立日期	2007-05-23
新三板挂牌日期	2016-03-23
新三板做市日期	-
总股本/流通股本	198/0 百万股
近 12 月最高/最低价	7.8 元/7.49 元
近 1 月绝对涨幅	4.14%
近 6 月绝对涨幅	4.14%
今年以来绝对涨幅	4.14%
12 个月日均成交额	9 百万元
做市以来绝对涨幅	0.00%
做市商家数	-
做市商价格	元/股
做市商	-

财务指标

14/15 营业收入	315/383 百万元
12/13 收入增速	19.7%/21.6%
14/15 净利润	15/48 百万元
12/13 净利增速	556%/215%
14/15 EPS	0.08/0.24 元
14/15 PE	98/31

目录

汽车设计龙头，新能源汽车设计占比有望快速上升.....	1
加码 PHEV 动力总成，项目潜力有望释放	4
开拓高端定制与改装业务，分享行业快速成长.....	7
风险因素.....	9
估值比较.....	9

插图目录

图 1：公司股权结构图	1
图 2：公司与主要竞争对手 2015 年收入、净利润对比	1
图 3：阿尔特主要业务示意	2
图 4：阿尔特 2014-2015 年收入结构	2
图 5：阿尔特收入和 YOY	3
图 6：阿尔特净利润和 YOY	3
图 7：阿尔特盈利能力	3
图 8：阿尔特历年现金流与盈利能力	3
图 9：阿尔特三项费用率	3
图 10：阿尔特营运效率	3
图 11：中国近年新能源汽车销量及预测	4
图 12：新能源汽车产量结构	4
图 13：比亚迪销量区域分布图（1-9 月）	4
图 14：阿尔特动力总成示意图	5
图 15：阿尔特动力总成示意图	6
图 16：阿尔特发动机研发案例	6
图 17：2012-2020 年中国汽车改装业务需求规模	7
图 18：阿尔特主机厂定制	7
图 19：阿尔特经销商定制	8
图 20：阿尔特个人高端定制	8



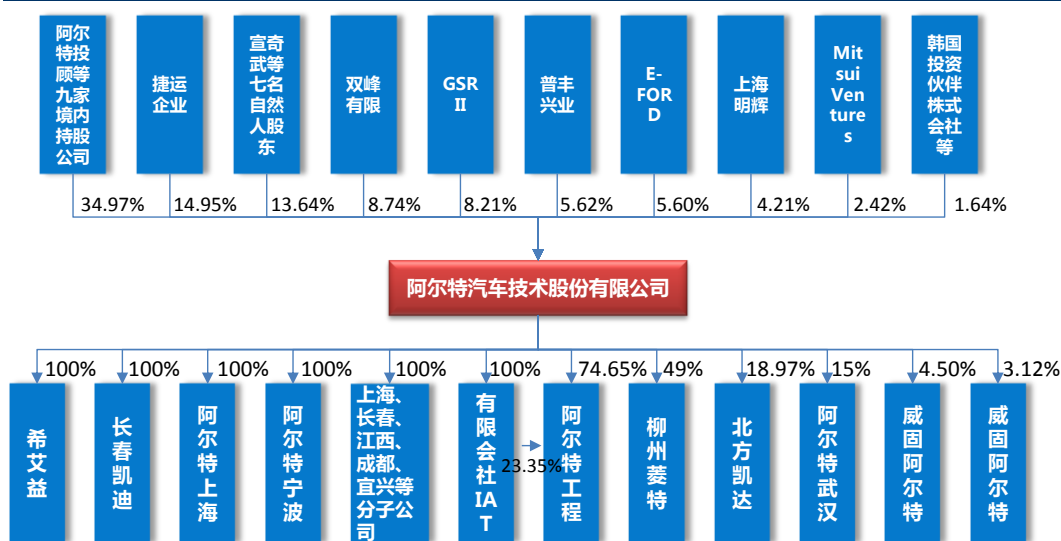
表格目录

表 1：公司主要业务介绍	2
表 2：PHEV 动力系统市场空间测算	5
表 3：公司主要新能源汽车设计合同	6
表 4：北汽泰普股权关系变更图.....	8
表 5：可比公司估值情况	9

汽车设计龙头，新能源汽车设计占比有望快速上升

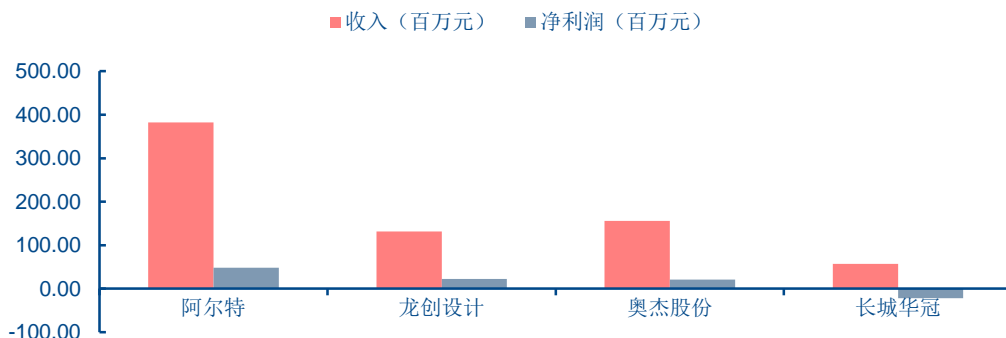
公司是国内汽车设计行业龙头。公司是集汽车整车及关键零部件设计开发于一体的汽车设计企业，主要业务包括整车设计、样展车试制、新能源汽车设计、动力系统开发，主要客户包括北汽、一汽、日产等传统主机厂商及智车优行、蔚来汽车等新能源汽车企业。公司主要创始人宣奇武曾先后任职于一汽、三菱，为汽车行业著名专家。公司股东包含红杉资本、金沙江创投、三井创投等知名投资公司，分别持股 8.7%/8.2%/2.4%。2015 年上半年，公司主营业务收入 3.8 亿元（+22%），净利润 4797 万（+215%），收入/利润规模为汽车设计行业排名第二公司的 2.9/2.4 倍左右，彰显行业领先地位。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公开转让说明书注：双峰有限为红杉资本为持有阿尔特股权设立；GSR II 为金沙江创投为持有阿尔特股权设立；捷运企业由新企创投为持有阿尔特股份而设立；Mitsui Ventures 由日本三井物产株式会社及三井物产环球投资株式会社合资成立

图 2：公司与主要竞争对手 2015 年收入、净利润对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 1：公司主要业务介绍

主要业务	详情
整车设计	提供包括整车全过程设计服务以及产品策划、造型创意、工程可行性分析、仿真分析、结构设计、同步工程在内的专项设计服务。
样展车试制	提供整车试制、车身试制、零部件试制，展车制作等服务。
新能源汽车设计	包含电动汽车 EV 附件选型、电动汽车总布置设计、电动汽车底盘系统设计、电动汽车电气系统设计、电动汽车全新造型和开发等。
动力系统开发	为客户提供包括发动机、变速器和传动系统在内的动力系统开发。

资料来源：公司公开转让说明书

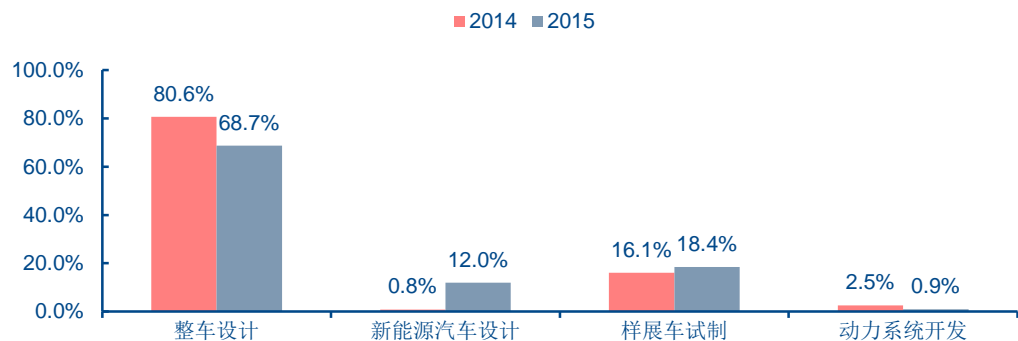
图 3：阿尔特主要业务示意



资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部

受益于“互联网造车”兴起，公司新能源汽车设计业务收入占比快速上升。公司在与传统汽车厂商保持良好合作关系的同时，积极把握互联网行业发展对汽车制造产业的推动，与互联网造车公司如华为、智车优行、蔚来汽车等建立战略合作关系，包括与智车优行签订的总价 1.9 亿元的“纯电动汽车研发合同”，与华为签订的总计四百多万元的新能源汽车研发合同。公司主要从事新能源汽车中纯电动汽车（EV）、增程式电动汽车、混合动力汽车（PHEV）的设计。公司的主要能力包括电动车整车性能开发、整车设计开发、动力系统集成设计、电机匹配设计、电池匹配设计、电动车整车控制器自主研发、电池快换系统开发、车机互联技术研发、ADAS 等。2015 年，公司新能源汽车设计业务收入占比达到 12%，较之于同期增长 11.2 个百分点。

图 4：阿尔特 2014-2015 年收入结构

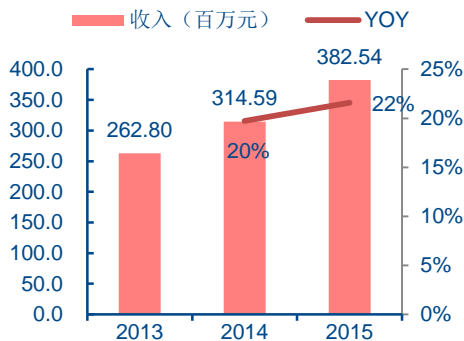


资料来源：公司公开转让说明书，Wind，中信证券研究部

公司收入、净利润保持快速增长，新能源汽车设计业务驱动盈利能力提升。整车设计是公司目前主要的收入和利润来源，受益于下游客户的稳健拓展，以及汽车换代周期缩短，公

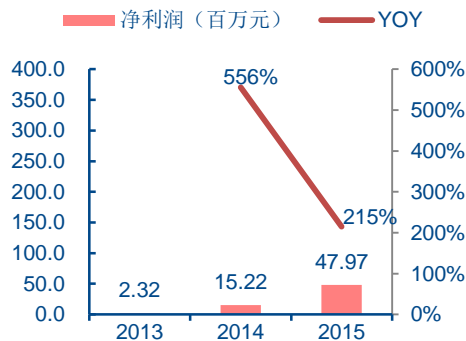
司收入、净利润保持快速增长。公司积极开拓新能源汽车设计等新兴业务，2015 年上半年，已签订合同额超 2 亿元。受益于新能源汽车设计业务占比提升，公司盈利能力显著提升。

图 5: 阿尔特收入和 YOY (单位: 百万元, %)



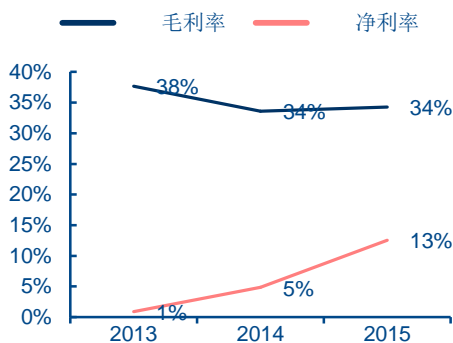
资料来源: 公司公开转让说明书, 中信证券研究部

图 6: 阿尔特净利润和 YOY (单位: 百万元, %)



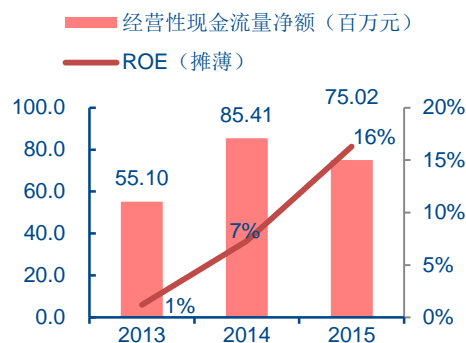
资料来源: 公司公开转让说明书, 中信证券研究部

图 7: 阿尔特盈利能力 (单位: %)



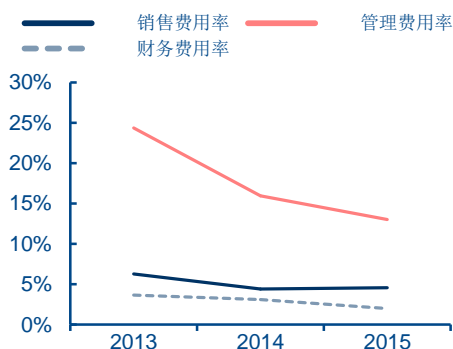
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

图 8: 阿尔特历年现金流与盈利能力



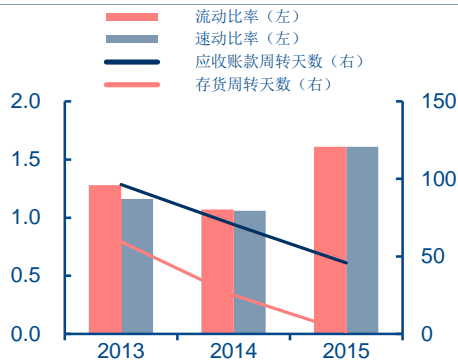
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

图 9: 阿尔特三项费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

图 10: 阿尔特营运效率

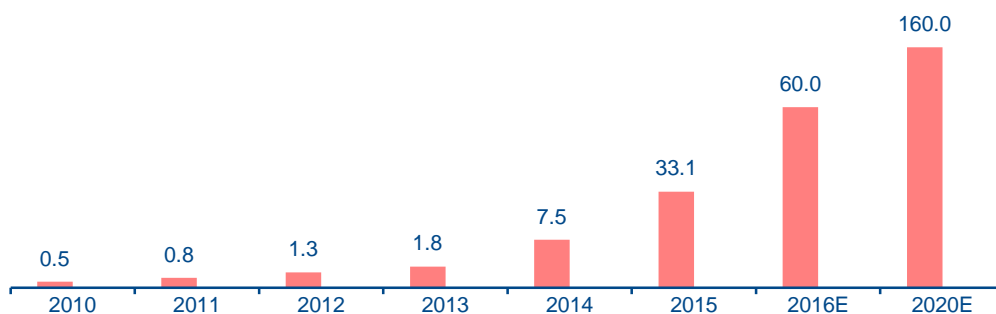


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

加码 PHEV 动力总成，项目潜力有望释放

新能源汽车进入快速增长期，行业渗透率有望从 1%提升至 5%。我国目前石油对外依存度接近 60%，其中汽车是主要的石油消耗行业，随着保有量的快速增长，消耗占比持续提升。综合考虑国家能源安全、环境保护压力、以及对于转型期经济的拉动，新能源汽车产业已上升至国家战略，推广力度不断超预期。伴随新能源汽车自身产品可靠性、新品投放速度的快速提升，新能源汽车行业进入快速增长期。2015 年，我国新能源汽车销量为 33.1 万辆，行业渗透率突破 1%。我们预计 2016/20 年新能源汽车销量有望达 60/160 万辆，行业渗透率分别达到 2.3%到 5.1%。

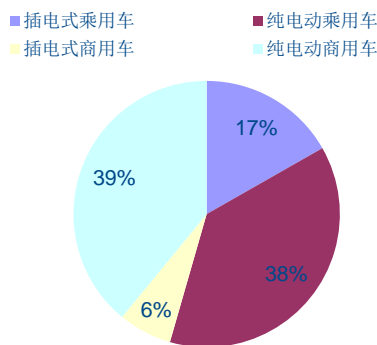
图 11：中国近年新能源汽车销量及预测（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中信证券研究部预测

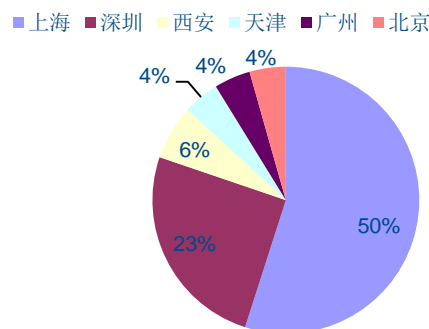
插电式混合动力在现阶段能够较好均衡续航里程、充电设施便利性的问题。我们认为，目前纯电动汽车的续航里程、充电设施的便利性仍然是消费者购买纯电动汽车的主要顾虑，插电式混合动力在现阶段能够较好均衡续航里程、充电设施便利性的问题，是短期有效的普及路径之一。随着全国统一标准和目录，插电式混合动力车型逐步丰富，同等补贴条件下，预计插电式混合动力销量占比将达到 50%以上。以比亚迪为例，公司主打产品秦、唐均为插电式混合动力汽车，由于上海市地方政府对纯电、插电补贴额度相当（上海纯电/插电补贴分别为 4 万/3 万；北京插电式无补贴），其上海销量占比达到 50%。

图 12：新能源汽车产量结构



资料来源：工信部，中信证券研究部

图 13：比亚迪销量区域分布图（1-9 月）



资料来源：中信证券研究部整理

预计 2020 年 PHEV 动力系统市场规模将超 200 亿元，空间广阔。基于目前 PHEV 动力系统的产业化水平，我们假设包含前动力耦合装置和后变速器、控制系统、发动机、发电机+驱动电机在内的动力系统售价 5 万元/套，随着技术进步和规模效应显现，假设 2020 年整体系统售价下降 30%，同时假设 2016/2020 年 PHEV 占比分别为 30%、40%，则对应 2016/2020 年 PHEV 动力系统市场空间分别为 90/225 亿元。

表 2：PHEV 动力系统市场空间测算

	2016 年	2020 年
前动力耦合装置和后变速器（万/套）	1.12	0.78
控制系统（万/套）	0.8	0.56
发动机（万/套）	0.6	0.42
发电机+驱动电机（万/套）	2.5	1.75
新能源汽车销量（万）	60	160
PHEV 占比	30%	40%
市场空间（亿元）	90	225

资料来源：中信证券研究部测算

公司发行股票及成立控股子公司，加码 PHEV 动力系统项目。公司以 7.49 元/股的价格发行 2470 万股，募集资金 1.9 亿元，用于插电式混合动力系统的研发及汽车改装业务。此外，公司近期发布公告，拟出资 2.5 亿元成立控股子公司四川阿尔特新能源汽车有限公司，公司持股 55.56%。控股子公司经营范围包括：插电式混合动力汽车动力系统的研发生产；整车控制、耦合器、减速器、发动机、电机及电池集成设计、试制、台架试验等。我们判断，新能源汽车及新能源零部件市场在未来几年内将进入高速发展期，公司持续加码 PHEV 动力系统项目，将长期受益汽车产业电动化升级。

图 14：阿尔特动力总成示意图



资料来源：公司网站，中信证券研究部

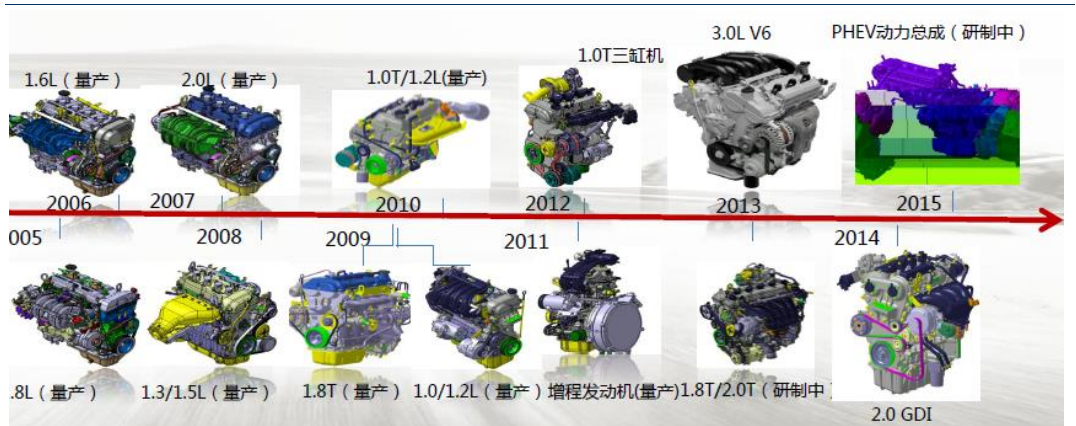
公司在核心汽车动力零部件领域布局完善，有望保障 PHEV 动力项目的顺利实施。公司具有较为丰富的新能源汽车核心零部件研发、生产经验：1) 2010 年与中汽研、日本英耐时合资成立上海卡耐新能源布局电池业务；2) 2010 年与上海电驱动合资成立长春凯达汽车电机公司；3) 2008 年成立专业电控部门，研发电动汽车及传统汽车电控系统。此外，公司参股的柳州菱特动力科技有限公司设计研发的 V6 型发动机已经准备就绪，即将在 2016 年量产。PHEV 涉及发动机与电动机的两套动力系统的耦合，对集成开发能力要求较高，伴随项目推进顺利，公司有望掌握新能源汽车关键动力总成技术，打开新的成长空间。

图 15：阿尔特动力总成示意图



资料来源：中信证券研究部整理

图 16：阿尔特发动机研发案例



资料来源：公司网站，中信证券研究部整理

公司新能源汽车设计经验丰富，奠定良好的客户基础。2008年，公司进军新能源汽车研发领域，目前已为一汽集团、北汽集团、陕汽集团等国内大型汽车制造企业开发多款纯电动汽车，并先后斩获来自智车优行、蔚来汽车、新大洋等在内的多个重量级客户订单。截至2015年上半年，未确认收入的规模以上（金额大于100万元）的合同金额超3亿元（2015年上半年合同金额2亿元），其中，智车优行订单金额达1.9亿元。优质订单的获得，彰显公司在新能源汽车设计领域良好的技术实力，料将为向动力系统领域的拓展奠定良好的客户和技术基础。

表 3：公司主要新能源汽车设计合同（万元）

签订时间	合同单位	项目名称	合同金额
2015年7月29日	智车优行科技有限公司	纯电动汽车研发项目	19,000
2015年5月26日	浙江金鹰股份有限公司	电动车动力总成平台项目	8,500
2015年4月13日	山东新大洋电动车有限公司	新大洋D3电动车	880
2015年8月7日	两轮科技(北京)有限公司	电动汽车样车开发	750
2014年12月1日	北京汉能光伏投资有限公司	光动能样车	700
2015年7月2日	北京奔驰汽车有限公司	电动展车制作	250

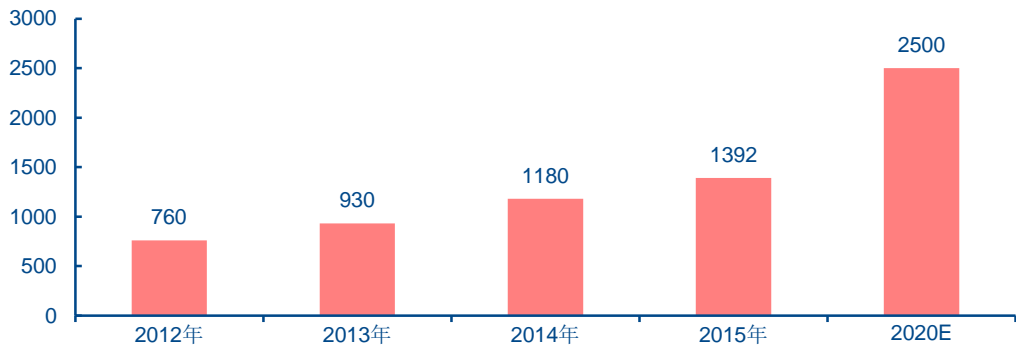
签订时间	合同单位	项目名称	合同金额
2014年12月29日	上海蔚来汽车有限公司	特斯拉电动车预研项目	399
合计			30,478

资料来源：公司公开转让说明书，中信证券研究部

开拓高端定制与改装业务，分享行业快速成长

政策放宽及消费升级推动汽车改装市场快速成长，预计 2020 年市场空间有望超 2500 亿元。新的《机动车登记规定》：自 2014 年 10 月 1 日起，机动车改变车身颜色；更换发动机（限同品牌、同型号）；更换车身或者车架的，所有人在改装后 10 日内向车辆管理所申请变更登记即可。政策松绑及消费升级推动汽车改装市场潜力释放，据中汽协预测，2015 年中国汽车改装市场规模达 1392 亿元，2020 年有望达 2500-3000 亿元，期间复合增速超过 15%。

图 17：2012-2020 年中国汽车改装业务需求规模（单位：亿元）



资料来源：中国汽车工业协会

公司积极开拓汽车高端定制与改装业务，培养新的业绩增长点。公司 2015 年开展全新业务形态-改装车业务，推出“一车多款、前置改装、精细化设计、纪念版与限量版、定制化服务、个性定制”的运作模式。公司规划改装业务主要定位于三大模块：1) 主机厂定制：一车多款、同步发表、独家供货，同时推出多款改装套件、内外饰件及精品套件，附带定制版的配套设计服务；2) 经销商定制：针对汽车经销、4S 店、平行进口商、港口保税区进口车等销售渠道开展的内外饰定制服务。3) 私人定制：针对高端人士，根据客户需求量身定制专属车型。

图 18：阿尔特主机厂定制



资料来源：公司网站

图 19：阿尔特经销商定制



资料来源：公司网站

图 20：阿尔特个人高端定制



资料来源：公司网站

收购北汽泰普迈出关键一步，打开主机厂定制配套渠道。公司近期公告拟 510 万美元收购北汽泰普越野科技有限公司 51% 的股权，标的公司经营范围主要包括生产越野车改装零部件、汽车零部件技术研发等。收购完成后，北汽泰普的主要股东将变更为阿尔特（51%）、北京汽车国际发展有限公司（24%）、泰普越野投资有限公司（25%）。其中，北京汽车国际发展有限公司是北京汽车集团控制下的法人独资企业。以此为依托，阿尔特有望获得独家开发及配套北汽集团各车型的原厂改装定制的资质。此外，依托丰富的主机厂整车设计经验，公司有望进入其他主机厂定制配套体系。

表 4：北汽泰普股权关系变更图

公司	原持股比例	现持股比例
北京汽车国际发展有限公司	51%	24%
泰普越野投资有限公司	25%	25%
泰安众昇投资有限公司	24%	0%
阿尔特	0%	51%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

风险因素

行业风险：市场竞争加剧；汽车行业销量下行；新能源汽车技术路线存在不确定性。

公司风险：

（1）公司新技术和新产品开发的风险：新能源汽车动力总成系统属于新的技术方向，具有较高的复杂度，公司传统业务以汽车设计为主，动力总成系统的研发、生产、整车匹配需要丰富的技术积累和经验积累。技术的积累和新产品的研发成果转换成功与否直接关系到公司的市场竞争力和品牌影响力，如若公司无法保证强有力的研发资金支持，人力资本支持，将无法保证新技术、新产品在行业内的领先地位，公司的发展与市场竞争力将会受到影响，产生新技术和新产品开发导致的风险。

（2）公司人才流失的风险：汽车设计、动力系统研发等公司主要业务是典型的知识密集型和技术密集型行业，核心技术人员均是具备流体力学、结构力学、人机工程学、材料科学、机械制造、电子信息等多学科知识的复合型人才，并且需要具备丰富的设计开发实践经验和团队管理能力。公司核心技术骨干人员的稳定性是公司保持持续竞争优势的重要力量，能否保持公司核心技术骨干的稳定性，并不断吸引优秀技术人员加盟，关系到公司能否持续稳定健康发展。民营中小企业由于资金实力不足、研发条件不足、薪酬待遇较低等实际问题，普遍面临着人才流失的风险，公司如不能提供有竞争力的薪酬政策及人才发展空间，将存在技术、营销、管理等核心人才流失的风险。

估值比较

估值横向比较。目前国内以汽车设计为主营业务的上市公司较少，我们选取设计服务行业的龙创设计、长城华冠、苏交科、设计股份、上海佳豪、中衡设计、山鼎设计等上市公司作为可比公司。我们以 2016 年 5 月 18 日收盘价为参考，可比公司平均市值 56.5 亿元，2014/2015 PS 为 11.8/10.4X；2014/2015 PE 为 74.2 /52.2X。2014/2015 年收入 3.1/3.8 亿元，2014/2015 年净利润 1522/4797 万元。公司目前市值 14.9 亿元，当前股价 7.49 元，对应 2015 年 31 倍 PE。

表 5：可比公司估值情况

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入		净利润		PS		PE	
				2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
龙创设计	832954.OC	6.7	11.50	115.91	131.90	14.47	22.29	5.8	5.1	46.1	29.9
长城华冠	833581.OC	20.1	15.10	44.70	56.99		-21.75	45.0	35.3		-92.6
苏交科	300284.SZ	108.1	19.49	2,162.79	2,562.57	252.53	310.63	5.0	4.2	42.8	34.8
设计股份	603018.SH	54.0	25.98	1,260.88	1,397.29	165.93	160.27	4.3	3.9	32.6	33.7
上海佳豪	300008.SZ	77.0	20.16	846.67	1,196.84	45.91	55.54	9.1	6.4	167.7	138.6
中衡设计	603017.SH	40.4	32.99	539.70	636.18	91.42	67.68	7.5	6.3	44.1	59.6
山鼎设计	300492.SZ	28.6	34.43	201.82	185.47	25.61	26.80	14.2	15.4	111.8	106.9
苏州设计	300500.SZ	37.0	61.69	338.03	332.31	56.55	51.11	10.9	11.1	65.5	72.4
华测检测	300012.SZ	78.0	20.35	926.05	1,287.84	146.12	180.57	8.4	6.1	53.4	43.2
三联虹普	300384.SZ	69.7	46.67	417.78	375.61	108.81	115.08	16.7	18.6	64.1	60.6
中矿资源	002738.SZ	31.9	25.60	308.34	344.87	44.86	48.97	10.3	9.2	71.1	65.1
普路通	002769.SZ	126.6	84.00	3,132.58	3,710.55	107.74	170.94	4.0	3.4	117.5	74.0
奥杰股份	833436.OC		0.00	112.07	156.27		20.94	0.0	0.0		
平均		56.5	33.2	857.9	1018.2	96.4	99.0	11.8	10.4	74.2	52.2
阿尔特	836019.OC	14.9	7.49	314.59	382.54	15.22	47.97	4.7	3.9	97.6	31.0

资料来源：Wind，中信数量化投资分析系统

注：（1）股价为 2016 年 5 月 19 日收盘价；（2）收入及利润单位均为百万

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。